



STUDIO GAFFINO SIM

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



SCENARI MACRO ECONOMICI E FINANZIARI

MARZO 2019

Redatto il 08/03/2019

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007

ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

Performances , P/E e Tasso di dividendo delle principali borse mondiali
Data: 1.3. 2019

LLP <GO> per aprire in Launchpad

Notizie ▾

Impostazioni

Indici azionari mondiali

Standard ▾

+Attivi

Volatilità

☒

Coeff

Future

Δ AVAT

1g

%Vzn YTD

USD ▾

1) Americhe

2g

Valore

Vzn net

Vzn%

Ora

P/E FY1

stm

FY2

stm

RndDv

%YtdCo

11) DOW JONES

25916.00

-69.16

-0.27%

02/28 c

16.51

15.70

14.33

2.23

+11.10%

12) S&P 500

2784.49

-7.89

-0.28%

02/28 c

18.35

16.68

15.00

1.97

+11.08%

13) NASDAQ

7532.53

-21.98

-0.29%

02/28 c

34.49

21.61

18.53

1.10

+13.52%

14) S&P/TSX Comp

15999.01 d

-75.29

-0.47%

02/28 c

17.57

15.05

13.10

3.13

+15.93%

15) S&P/BMV IPC

42823.80 d

-487.38

-1.13%

02/28 c

15.86

13.27

11.77

2.66

+4.81%

16) IBOVESPA

95584.35 d

-1722.96

-1.77%

02/28 c

19.43

11.88

10.66

3.56

+12.37%

2) EMEA

21) Euro Stoxx 50

3298.26

+15.49

+0.47%

02/28 c

16.11

13.15

11.98

3.63

+8.97%

22) FTSE 100

7074.73 d

-32.47

-0.46%

02/28 c

16.68

12.50

11.49

4.86

+9.22%

23) CAC 40

5240.53

+15.18

+0.29%

02/28 c

17.18

13.49

12.35

3.34

+9.85%

24) DAX

11515.64

+28.31

+0.25%

02/28 c

14.30

12.53

11.33

3.11

+8.14%

25) IBEX 35

9277.70 d

+66.00

+0.72%

02/28 c

13.50

11.84

11.02

4.20

+7.73%

26) FTSE MIB

20659.46

+160.67

+0.78%

02/28 c

11.93

10.41

9.52

3.93

+11.80%

27) OMX STKH30

1572.68

-3.86

-0.24%

02/28 c

19.47

15.15

14.17

4.22

+7.02%

28) SWISS MKT

9388.94 d

-23.25

-0.25%

02/28 c

20.90

15.37

14.20

3.22

+9.58%

3) Asia/Pacifico

31) NIKKEI

21602.69 d

+217.53

+1.02%

07:15 c

15.94

15.74

14.52

2.06

+5.89%

32) HANG SENG

28772.87 d

+139.69

+0.49%

08:22

10.98

11.03

10.10

3.49

+11.09%

33) CSI 300

3749.71 d

+80.34

+2.19%

08:00 c

14.22

11.94

10.47

2.15

+27.83%

34) S&P/ASX 200

6192.73

+23.74

+0.38%

07:13 c

16.56

16.02

15.28

4.66

+10.42%

Australia 61 2 9777 8600

Brazil 5511 2395 9000

Europe 44 20 7330 7500

Germany 49 69 9204 1210

Hong Kong 852 2977 6000

Japan 81 3 3201 8900

Singapore 65 6212 1000

U.S. 1 212 318 2000

Copyright 2019 Bloomberg Finance L.P.

SN 145366 H441-1536-3 01-Mar-19 8:37:21 CET GMT+1:00

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

www.gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

STIME CRESCITA MONDIALE (OUTLOOK OCSE DEL 6.3.19)

	2018	2019	2020
World	3.6	3.3 ↓	3.4 ↓
Australia	2.9	2.7 ↓	2.5 ↓
Canada	1.8	1.5 ↓	2.0 ↑
Euro area	1.8	1.0 ↓	1.2 ↓
Germany	1.4	0.7 ↓	1.1 ↓
France	1.5	1.3 ↓	1.3 ↓
Italy	0.8	-0.2 ↓	0.5 ↓
Japan	0.7	0.8 ↓	0.7
Korea	2.7	2.6 ↓	2.6 ↓
United Kingdom	1.4	0.8 ↓	0.9 ↓
United States	2.9	2.6 ↓	2.2 ↑



STUDIO GAFFINO SIM

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



	2018	2019		2020
G20	3.8	3.5		3.7
Argentina	-2.5	-1.5		2.3
Brazil	1.1	1.9		2.4
China	6.6	6.2		6.0
India¹	7.0	7.2		7.3 
Indonesia	5.2	5.2		5.1
Mexico	2.1	2.0		2.3 
Russia	2.3	1.4		1.5 
Saudi Arabia	2.0	2.1		2.0 
South Africa	0.8	1.7		2.0 
Turkey	2.9	-1.8		3.2 

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

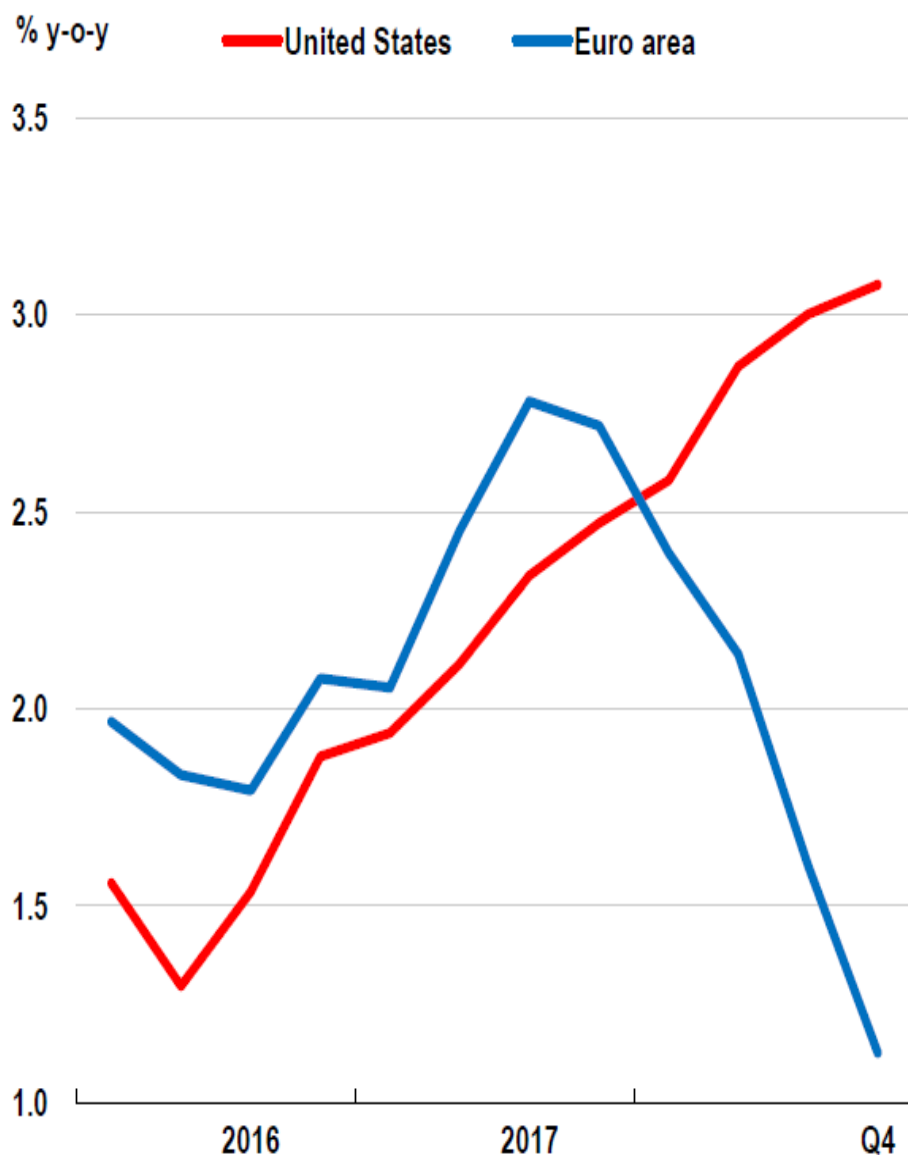
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007

ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

**IL DIFFERENZIALE DI CRESCITA AREA EURO – USA
E’ DESTINATO A PROSEGUIRE ANCORA NEL 2019**
Fonte: OCSE – INTERIM OUTLOOK – MARZO 2019

GDP growth is more dispersed



**Mercati Forex: euro /sterlina alla prova faticosa dell' accordo finale sulla Brexit :
se chiuso positivamente la sterlina continuerà a rafforzarsi , forse anche
sino al livello del doppio minimo di 0.8380 raggiunto nel 2016 e nel 2017**



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007

ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999

ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

LE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE AREA EURO (IMPLICITE NEGLI SWAP 5Y5Y) STANNO SCENDENDO SIA PER L' AREA DOLLARO CHE PER L AREA EURO , A CAUSA DI DATI MACRO DELUDENTI



SWAP A 5 ANNI SU INFLAZIONE EURO A 5 ANNI

FONTE: Bloomberg

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

Indicatori di sorpresa economica gruppo G10



Anche gli indici di sorpresa economica del G10 (differenziale tra i dati economici reali e le aspettative degli economisti) nonostante il rimbalzo di gennaio , sta volgendo ancora in territorio negativo . Il CESI index elaborato da Citigroup è un valido indicatore per esprimere la differenza tra la realtà assoluta (dati veri) e la percezione di quella realtà (aspettative degli economisti) . Fonte: Bloomberg

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL

27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007

ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999

ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA

(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

Petrolio WTI



Tra notizie di tagli alla produzione OPEC e timori di recessione a livello mondiale, il petrolio WTI da 76 dollari barile di fine settembre era crollato a 43 dollari barile alla vigilia di Natale. Il cambiamento di atteggiamento della Fed nel discorso di Powell ad Atlanta di venerdì 4 gennaio e i dati relativi alle scorte in Oklahoma di tutto il mese di gennaio, hanno provocato un rimbalzo che vede, per ora, nei 57 dollari barile una resistenza abbastanza difficile da superare (MM a 100 GG).

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

Tassi decennali in USA e in Germania 1999-2019. (Bund 10y linea verde- US 10y linea blu)



Nonostante la fine del QE in area euro e l'attuazione del programma di riduzione dei bond nel bilancio FED, a partire dall'ultima settimana di ottobre 2018, i rendimenti a lungo termine hanno iniziato una discesa lenta ed inesorabile, complice l'aspettativa di una frenata globale nella crescita 2019 e di minor inflazione nei paesi industrializzati

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

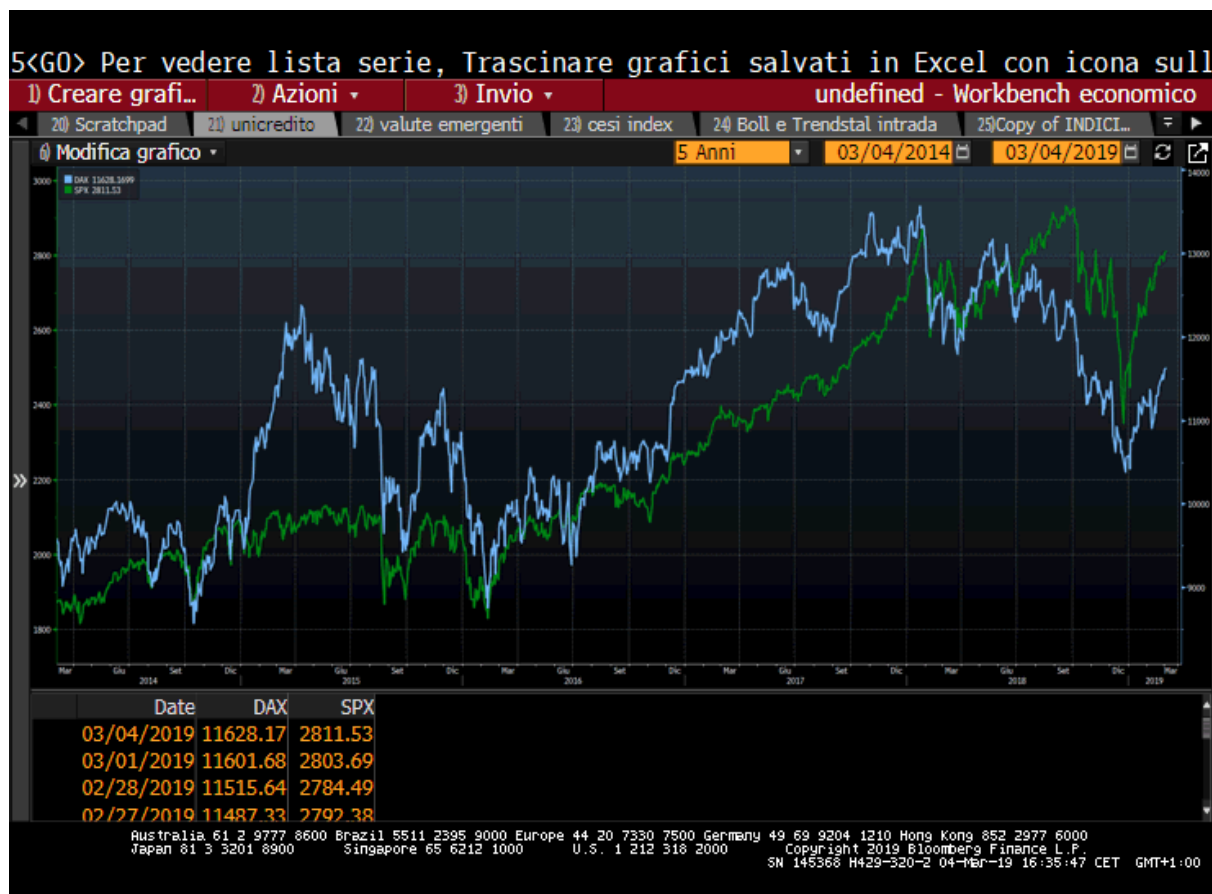
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007

ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999

ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

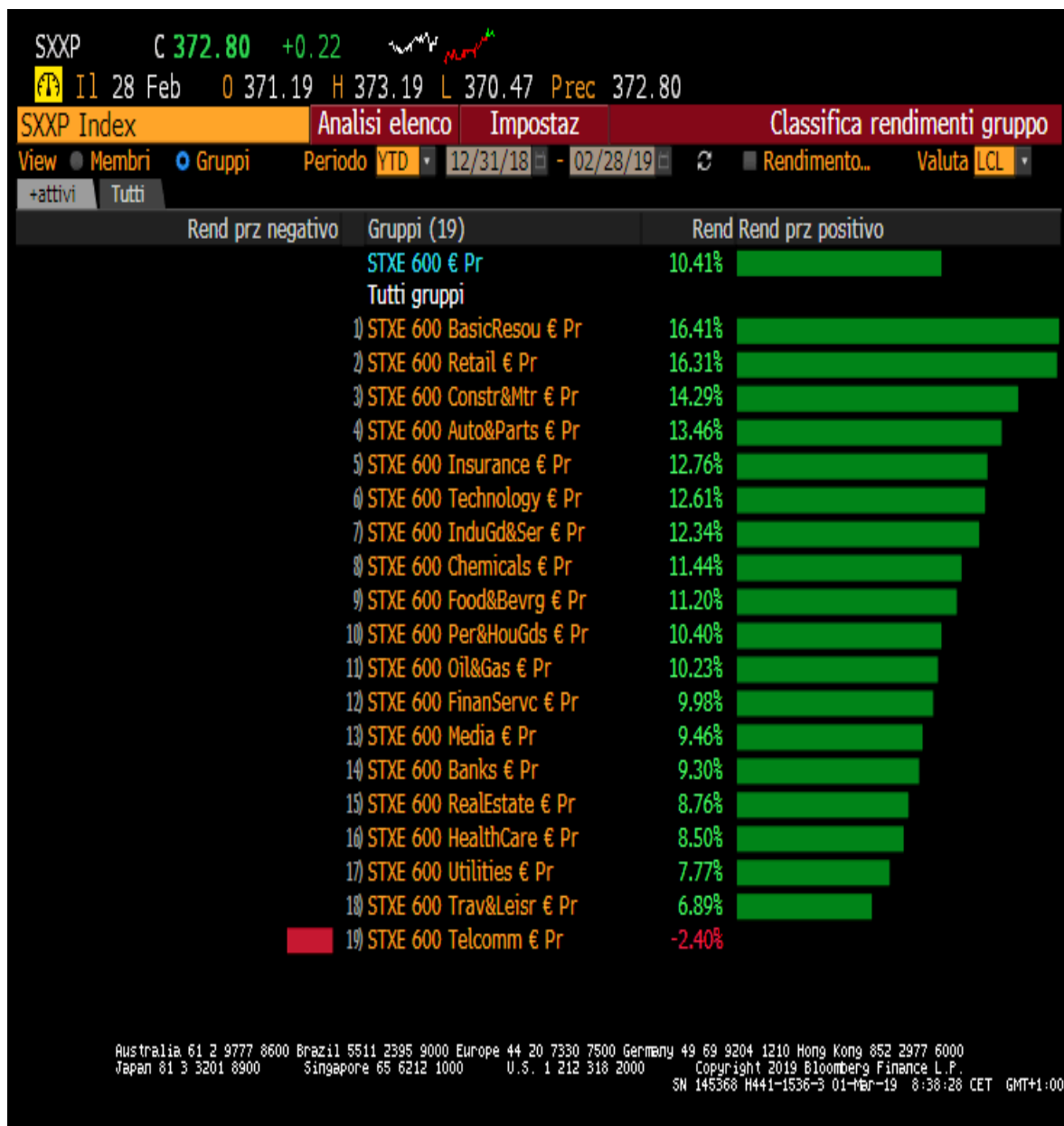
Indici azionari a confronto dal gennaio 2018 al gennaio 2019 : SP500 (linea verde) e DAX (linea blu)



Dopo i massimi del 21 settembre, le paure di una recessione a livello globale, i timori di una FED troppo rigida nelle decisioni di rialzo dei tassi di interesse, la continuazione della guerra sui dazi tra USA e Cina avevano provocato una inversione degli indici molto sostenuta ed eccessiva, ben oltre la fisiologica scrematura di un ipercomprato tecnico di breve periodo. Il rimbalzo ancora in atto partito dal 4 gennaio è dovuto alla rimozione di 2 dei fattori negativi di cui sopra (FED e guerra commerciale) e quindi si prefigura come un “rally da sollievo” che, forse, avrebbe bisogno di una pausa di riflessione nel mese di Marzo, ma in un contesto monetario in cui la FED e la BCE confermano atteggiamenti di sostegno all’economia.

Pertanto, la risoluzione positiva della trattativa sulla Brexit potrebbe essere un altro fattore di spinta per i listini azionari europei nel corso della primavera.

Stoxx 600 : rendimenti settoriali dal 1.1 al 31.1.2019



I settori piu' performanti dello stoxx600 da inizio anno non potevano che essere quelli piu' "puniti" nel corso del 4° trimestre 2018 cioè il settore auto, il settore retail e quello delle risorse di base. Tuttavia anche dopo il rimbalzo di gennaio e febbraio, il settore auto è quello che esprime le valutazioni piu' allettanti (P/E forward 2019 a 4.7X contro 14.9X dello stoxx 600 e div.yield del 4.5% prospettico contro 3.9% dello stoxx600).

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

www.gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

Scenario macro-economico e finanziario

Un mese fa, nelle considerazioni iniziali del comitato dello scorso mese di febbraio avevamo scritto:

“...Quanto puo’ durare questo rimbalzo?

L'attuale rally delle attività di rischio potrebbe benissimo proseguire e durare nel tempo più a lungo di quanto molti si aspettano o credono.

C’e’ il sospetto che, con un po 'di fortuna e “nessun fulmine improvviso” dal cielo, l'S&P 500 potrebbe fare un rally in modo significativo nel 2019 , chiudendo a Dicembre più in alto rispetto ai livelli attuali.

I motivi chiave per un'estensione del rally sono che

- a) la stretta monetaria è finita negli Stati Uniti (ricordiamo tutti che solo fino a Natale i mercati si aspettavano 3 rialzi FED nel 2019 !)*
- b) la politica di reflazione è già in corso in Cina , grazie alla prontezza di risposta della Banca centrale Cinese che ha approntato misure anticicliche di riduzione della riserva obbligatoria e di espansione del credito (oltre a misure di alleggerimento delle imposte indirette da parte del governo cinese),*
- c) la guerra sui dazi USA –Cina volgera’ lentamente al termine stante l’ inizio della campagna per le presidenziali USA del 2020 e l’ esigenza di Trump di portare un sollievo all’ economia americana e ai mercati finanziari americani in chiave populista...”*

Le considerazioni di cui alla pagina precedente rimangono ancora intatte , tenendo conto che :

- 1) Nella ultima settimana di Febbraio il presidente Donald Trump ha annunciato il rinvio dell'aumento dei dazi previsto per l'1 marzo sulle importazioni dalla Cina fino a nuovo avviso. E, nel pomeriggio di domenica 3 marzo il Wall Street Journal ha anticipato che un accordo tra la Cina e gli USA sui dazi commerciali sia imminente, stante la volonta' della Cina di dimezzare le aliquote sui dazi relativi alla maggior parte di import dagli USA dietro l' impegno di Trump ad azzerare tutti gli aumenti che si sono succeduti nel corso del 2018 sulle tariffe doganali di import dalla CINA.
- 2) Nella sua testimonianza al Congresso, il presidente della Fed Jerome Powell ha detto che la banca centrale USA annuncerà a breve che porrà fine alla procedura di riduzione del proprio bilancio.
- 1) Il premier britannico Theresa May ha fatto una concessione significativa promettendo al Parlamento il voto su un eventuale rinvio della Brexit qualora l'accordo da lei proposto non venisse approvato il 12 marzo. Se escludiamo quindi un disastroso Brexit del tipo "No Deal" , il conseguente rally della sterlina ha un ulteriore spazio , probabilmente , fin verso l' area 0.8380 livello storico del doppio minimo raggiunto il giorno 8.12.2016 e il giorno 19.4.2017.
- 2) Curva dei tassi : l'annuncio di Theresa May, unitamente ai dati macro USA migliori delle attese, ha fatto salire i rendimenti core a 10 anni del gilt, del bund e del treasury di circa 8-9 punti base: segnale che la fuga verso i beni rifugio è lungi ancora dall' incominciare , e i dati sull 'ISM non manifatturiero del 5 marzo in USA superiori alle aspettative confermano la resilienza della crescita economica in USA .

- 3) Rischio Italia (per ora) non percepito: Lo spread BTP-Bund a 10 anni si è ridotto di 20 punti base dopo che Fitch ha mantenuto invariato il proprio rating sull'Italia, e si sta stabilizzando sui 255 bps. I mercati non credono quindi alle elezioni anticipate in Italia dopo le elezioni europee di maggio
- 4) Mercati del credito: i progressi nei colloqui commerciali tra USA e Cina hanno sostenuto i mercati azionari globali ma non solo quelli . I differenziali creditizi verso le curve governative si sono notevolmente ristretti, sia per le aspettative della risoluzione della guerra commerciale che per la diminuzione del rischio di una Brexit senza accordo. E anche Il credito dei mercati emergenti ha vissuto un'altra settimana di rialzi con il segmento europeo che ha sovraperformato grazie agli upgrade delle obbligazioni corporate russe operate da Fitch .
- 5) Gli investitori guardano ora piu' che mai con rinnovato interesse alla FED e alla BCE .È probabile infatti un ulteriore sostegno alla liquidità per le banche dell'Eurozona, anche se si puo' dubitare che la BCE lo annuncerà già nella riunione di giovedì 7 marzo. Tuttavia sara' sempre più probabile che la BCE modificherà le proprie indicazioni prospettiche su crescita e inflazione (forward guidance) in modo da spingere la tempistica del primo rialzo dei tassi sui depositi da -0.40 % a -0.30% al 1° semestre del 2020. Questo fattore , unito al nuovo finanziamento TLTRO a 3 anni che sara' annunciato (probabilmente) ad aprile potrebbe favorire i bond subordinati delle banche italiane , che sono le banche che riceverebbero piu' "ossigeno" dal nuovo piano TLTRO , essendo le banche italiane quelle che hanno piu' prestiti in scadenza con la BCE nel corso del 2019 (pesano cioe' le scadenze dei vecchi TLTRO di 3 e 5 anni fa)

Tutti questi fattori inducono ad essere moderatamente ottimisti sullo scenario dei mercati finanziari per il 1^a semestre del 2019 , attendendoci tuttavia uno storno necessario che sara' occasione di acquisto per il settore industriale ed high –tech a livello globale .

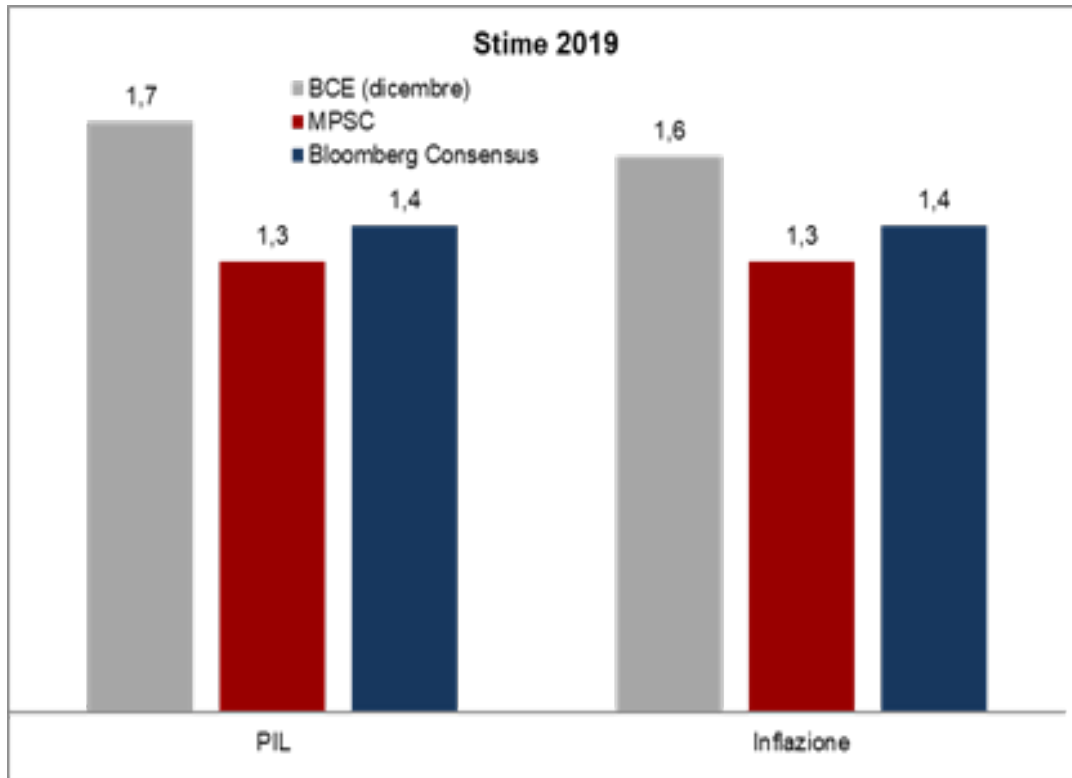
LA RIUNIONE BCE 7.3.2019 . COSA ASPETTARSI DI NUOVO?

Revisione al ribasso delle stime sul PIL: a dicembre la BCE si attendeva un PIL 2019 all'1,7% (dall'1,8% di giugno 2018). Alla luce degli ultimi dati macro deludenti (PMI manifatturiero < 50, calo degli indicatori di fiducia come l'IFO, produzione industriale tedesca in contrazione etc.) e in considerazione del rallentamento della crescita a/a dell'aggregato monetario M1 , per quest'anno le stime BCE probabilmente sono per un PIL all'1,3% vs un consensus Bloomberg all'1,4%.

Possibile ritocco al ribasso delle stime di Inflazione: a dicembre la BCE si attendeva per il 2019 un'inflazione all'1,6% tenendo conto di una curva *forward* sul Brent in contango (i.e. prezzi futuri più alti di quelli attuali). Alla luce del cambiamento di pendenza della curva *forward* sul petrolio da *contango* a *backwardation* (i.e. prezzi futuri più bassi di quelli attuali), in un contesto di inflazione core che dovrebbe mantenersi pressoché in riduzione , non si può escludere una revisione al ribasso della stima per l'anno corrente: probabilmente l' inflazione in Eurozona verterà stimata dalla BCE all'1,3% per il 2019.



STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



FORWARD GUIDANCE: la BCE potrebbe cambiare l'indicazione attualmente in vigore, ovvero "i tassi rimarranno sui livelli attuali almeno fino all'estate 2019 e comunque fino a quando sarà necessario", verso uno slittamento dei livelli attuali più avanti, in funzione dell'evoluzione negativa della crescita. In particolare sul fronte tassi, allo stato attuale, il mercato sconta un rialzo del tasso sui depositi non prima della primavera del 2021 (vedi tabella alle pagine seguenti). Tuttavia, come ha evidenziato ultimamente il francese Villeroy (candidato alla presidenza della BCE), tassi negativi per un periodo prolungato di tempo hanno un impatto negativo sui bilanci delle banche (riduzione dei profitti) con possibili conseguenze negative nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria (riduzione dei prestiti all'economia). L'attesa del mercato è per un ritorno del tasso sui depositi (attualmente a -0.40%) verso quota -0.20 % nel dicembre del 2020 e verso lo 0% entro la primavera del 2021 (vedi tabella a pag. 34).

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

ATTESE PER UN NUOVO TLTRO: con il QE terminato a dicembre scorso e l'attesa di tassi bassi ancora a lungo, le TLTRO in questo momento appaiono come l'unico strumento a disposizione (a meno di sorprese) per tenere ben "idratato" il sistema finanziario e dare un sostegno all'economia. Il mercato si attende un nuovo round di TLTRO, con annuncio a marzo (con dettagli ad aprile) ed implementazione a giugno. Le ultime indiscrezioni riportate da Bloomberg, confermano come la discussione sul tema all'interno del *board* sia in fase piuttosto avanzata, considerato che i membri stanno dibattendo sul tasso e sulle scadenze dei nuovi prestiti. Vediamo di approfondire ora questo ultimo tema .

LA STRATEGIA BCE CON IL NUOVO T.L.T.R.O. : QUALE IMPATTO CI SARA' SUL MERCATO DEI BOND BANCARI ITALIANI ?.

Dalle considerazioni di cui alle pagine precedenti possiamo ricavare la nuova visione della BCE circa l' economia dell' area euro nel 2019 :

1. il rallentamento economico si conferma più prolungato di quanto la BCE avesse previsto sul finire del 2018.
2. l'attuale fase di crescita inferiore al potenziale potrebbe rallentare la convergenza dell'inflazione verso il target del 2% .

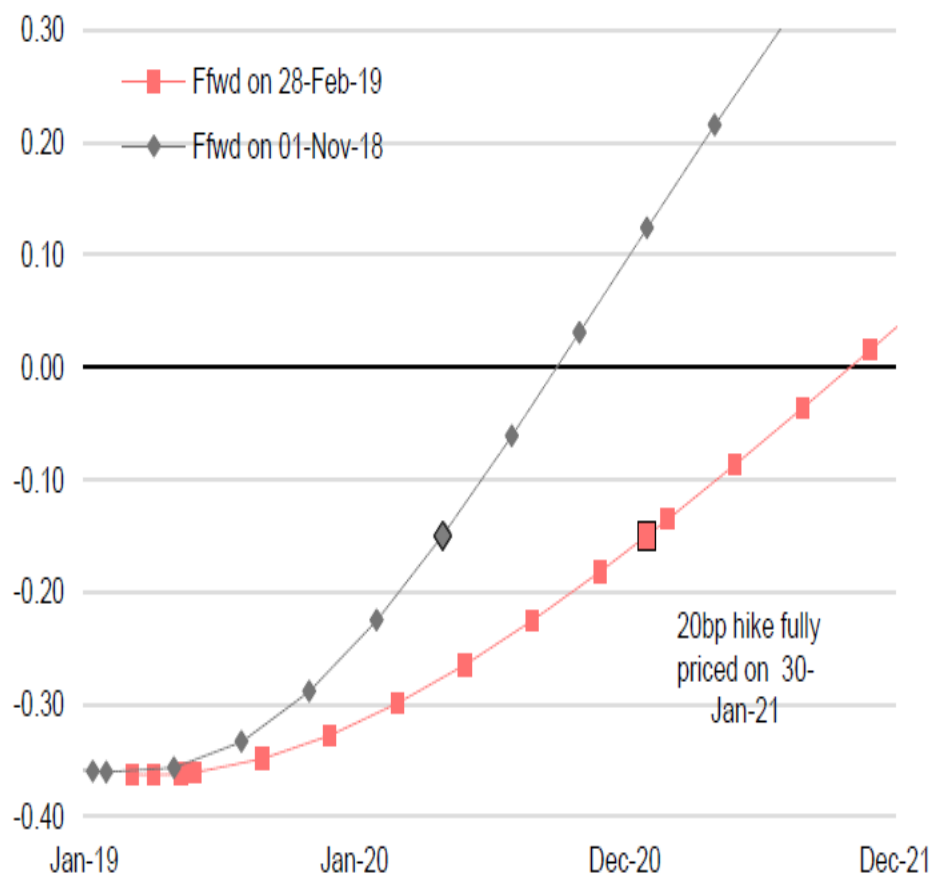
La BCE e' conscia del fatto che il rallentamento dell'economia aumenta il rischio che le banche possano adottare un approccio più cauto nella concessione del credito (per paura di un aumento delle sofferenze e per la minor domanda di credito), il che di riflesso accresce la probabilità di un ulteriore sostegno alla liquidità tramite una nuova fase di TLTRO (la numero 3) . Cio' e' essenziale ai fini di una urgente compensazione dell' impatto negativo di prosciugamento della liquidita' dato dall' obbligo di restituire i prestiti TLTRO in scadenza nel 2019 : se le banche debbono restituire soldi alla BCE allorquando si approssima la scadenza dei TLTRO in circolazione , evidentemente non ne avranno per prestarli alle imprese e alle famiglie .

Secondo la maggior parte degli economisti, lo scenario di base resta quindi quello di un'estensione di tre anni del programma TLTRO, cioè dal 2019 al 2021 , e con un tasso probabilmente in linea con quello dei fondi TLTRO in circolazione (cioè tra lo 0,10% e lo 0,50%) .

Riguardo alla politica sui tassi negativi , importanti cambiamenti nella comunicazione potrebbero essere in serbo già nella riunione del 7 marzo , con una crescente probabilità che la BCE risponda all'indebolimento del quadro economico e inflazionistico accomodando la propria forward guidance alle nuove condizioni economiche dell' area euro: cio' aiuterebbe la banca centrale a mantenere l'attuale grado di accomodamento monetario necessario per riportare l'inflazione verso il livello target del 2% . I tassi d'interesse resteranno quindi ai livelli attuali fino all' autunno del 2020 almeno . Il primo rialzo è previsto a -0.20% a dicembre 2020.

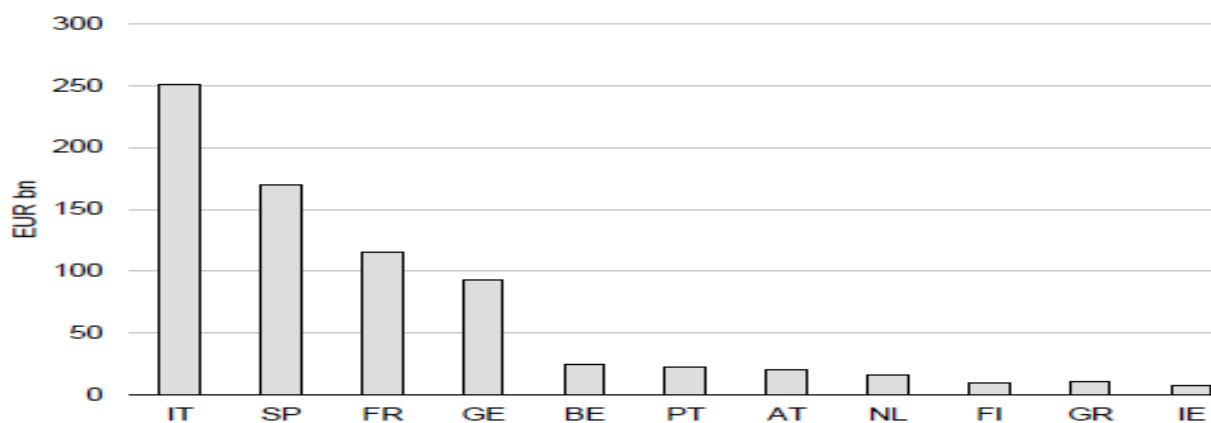
CURVA FORWARD DEL TASSO OVERNIGHT IN EURO AL 1[^] NOVEMBRE 2018 (LINEA GRIGIA) E AL 28 FEBBRAIO 2019 (LINEA ROSSA)

GRAFICO 1: RIALZO DEI TASSI BCE NON IN VISTA



Il Grafico qui sopra , tratto da una analisi Unicredit , mostra l'andamento del tasso overnight per l'euro calcolato sulla base dei contratti OIS (Overnight Index Swap, cioè contratti swap su Overnight euro a scadenze prefissate) . Come si vede, nella giornata del 28 febbraio , un rialzo di 20 pb dell' Overnight da -0.40% a -0.20% è pienamente prezzato non prima del 1trim21 e l'uscita dai tassi negativi è prezzata solo a partire dal 1trim22 .

FINANZIAMENTI TLTRO DELLA BCE ANCORA IN ESSERE : QUALI BANCHE NE HANNO USUFRUITO DI PIU' ? E CHE COSA SUCCEDERA' AL MERCATO DEI BOND SUBORDINATI BANCARI IN CASO DI RINNOVO DEL PROGRAMMA TLTRO IN FASE III ?



Fonte: Unicredit

La liquidità fornita con il programma TLTRO I DEL 2014 è stata tutta restituita alla BCE tra il 2016 e il 2017 . La liquidità ancora circolante fornita con il TLTRO II del marzo 2016 ammonta a circa 730 miliardi di euro. Come funzionano? Nelle operazioni definite Targeted Long Term Refinancing Operations , sia nel giugno 2014 che nel marzo 2016 , la BCE concesse ad ogni banca un plafond per un importo pari al 7% dell'ammontare totale dei prestiti erogati dalla singola banca al settore privato non finanziario dell'area euro, dietro impegno da parte della banche di erogare quei fondi all' economia reale (altrimenti sarebbero state tenute a restituire i soldi alla BCE) .La prima tranche del TLTRO II (che scade entro il marzo 2019) e la quarta tranche sono le più consistenti (rispettivamente 379 miliardi e 235 miliardi di euro). Il Grafico qui sopra mostra la ripartizione di tutte e 4 le tranches cumulate dei fondi TLTRO II per paese. Le banche italiane e spagnole sono quelle che hanno preso più soldi dalla BCE e rappresentano insieme poco più del 55% del totale. Le banche italiane hanno coperto quasi il 35% della prima operazione da 379 miliardi , in un momento in cui facevano difficoltà a rifinanziarsi sull' interbancario . Sul totale delle 4 tranches del 2016 le banche italiane hanno richiesto poco più di 240 mld di euro di fondi sui 730 mld totali . E' evidente che una riapertura del TLTRO fase III sarebbe una bella boccata di ossigeno per gli istituti di credito italiani in procinto di restituire i fondi TLTRO II e darebbe luogo ad un ulteriore rally sulla carta senior e subordinata emessa dalle suddette banche, con restringimento degli spread sulla curva governativa .

In conclusione, l' inizio di una nuova fase "distensiva" nella politica monetaria della BCE (TLTRO III e slittamento a dicembre 2020 del rialzo dei tassi sui depositi) porterebbe a 2 importanti conseguenze sulle curve governative e sul cambio EUR/USD . Infatti possiamo dedurre che :

– **nel mercato obbligazionario area euro** : Considerate le aspettative di mercato per tassi ufficiali estremamente bassi, è facile che la BCE con l' annuncio nei prossimi mesi del TLTRO III , possa riservare sorprese in senso "accomodante" della sua politica monetaria . Ci aspettiamo quindi una riduzione degli spread dei paesi periferici (BTP-BUND e BONOS-BUND) in relazione all'estensione della liquidità , con un ribasso dei rendimenti soprattutto sulla parte medio lunga della curva (tratto 7y -10y per intenderci) . Ugualmente gli **spread di credito** del settore HY e del settore Hybrid e Sub. Bonds bancari dovrebbero restringersi verso la curva governativa , specialmente nel tratto breve della curva (1y – 3y in particolar modo , e sulle emissioni a largo flottante) a causa di una rinnovata domanda di rendimenti da parte del mercato senza eccessivo rischio duration .

– **nel mercato Forex** : Il dibattito interno alla BCE in merito a nuove misure di liquidità dovrebbe influenzare molto il cambio EUR-USD nel senso di un rafforzamento del dollaro ... ma molto dipenderà anche dai dati macro provenienti dall' altra parte dell' oceano . I dati USA sull'occupazione , se positivi , potrebbero avere un impatto di ulteriore rafforzamento del dollaro , poiché gli economisti prevedono che con una disoccupazione ai minimi storici e una ripresa dei salari medi orari prima o poi ci sarà un risveglio significativo dell' inflazione in USA ..

I MERCATI AZIONARI

La prima settimana del mese di marzo è iniziata all'insegna delle incoraggianti notizie sul fronte dei negoziati commerciali tra USA e Cina: il Presidente USA Donald Trump ha rinviato l'entrata in vigore degli aumenti dei dazi sui prodotti cinesi. Ciò, unitamente alle dichiarazioni di Trump sui mercati progressi raggiunti nei negoziati, è stato considerato un indicatore di una possibile svolta nelle prossime settimane. Tuttavia i mercati azionari dei paesi industrializzati si sono limitati a una moderata reazione positiva.

Sappiamo che la maggior parte degli investitori al momento preveda che i negoziati commerciali si concluderanno positivamente.

Considerando che le quotazioni hanno segnato incrementi consistenti e che le stime degli utili futuri continuano ad indebolirsi, è possibile che ci siano prese di beneficio momentanee e fisiologiche, ma vediamo un potenziale forte e duraturo per i mercati azionari dei paesi industrializzati, se i negoziati USA-CINA si chiuderanno positivamente.

Ovviamente l'unico serio rischio è che, per qualche motivo, le trattative dovessero arenarsi: la delusione dei mercati sarebbe violenta e fonte di volatilità, con ribassi marcati e grandi volumi, unitamente alla forte riduzione dei rendimenti del decennale USA e del decennale tedesco.

Eppure gli analisti associano a questo evento negativo una bassa probabilità: è infatti grande l'importanza di una conclusione positiva della guerra sui dazi per Trump, ora che si avvicina la campagna elettorale per le presidenziali del 2020, e ora che sono falliti (per il momento) i negoziati con la Corea del Nord per la denuclearizzazione. La sete di popolarità di Trump è garanzia di un esito positivo delle trattative con la Cina.

L'attuale valutazione P/E del mercato azionario globale (MSCI World, vedere Grafico a pagina successiva) è salita a un livello visto l'ultima volta tra il primo e il terzo trimestre 2018, quando la crescita globale (e quindi anche quella degli utili aziendali) era piu' forte di quella attuale .

Sempre riferendoci al grafico dell' indice MSCI WORLD paesi industrializzati tuttavia, il grafico dei P/E (linea verde) giace costantemente al di sotto della linea dei prezzi (linea bianca) . E' il sintomo che l' indice azionario mondiale non è entrato in una bolla speculativa , ma che è fondamentalmente solido.

Si puo' avere una continuazione del bull-market anche in presenza di una economia in stagnazione , perche' è sufficiente che le banche centrali mantengano i tassi reali in territorio negativo , favorendo cosi' il premio al rischio offerto dal dividendo azionario .

Ci saranno dunque storni fisiologici e naturali, soprattutto come reazione a dati macro-economici non belli . Ma saranno occasioni di acquisto .

Riteniamo quindi che l'aumento del livello delle valutazioni registrato in gennaio e febbraio non limiti l'ulteriore potenziale dei titoli azionari, alla luce della perdurante debolezza economica che induce le banche centrali ad essere comunque benigne nei confronti del' economia reale .



STUDIO GAFFINO SIM

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



INDICE M.STANLEY CAPITAL INDEX WORLD (PAESI SVILUPPATI) DAL 2015 AL 2019 (LINEA BIANCA) A CONFRONTO CON I RELATIVI P/E (LINEA VERDE)



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

www.gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007

ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999

ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

INDICI AZIONARI : BREVE ANALISI TECNICA

In assenza di catalizzatori di rilievo e con gran parte delle buone notizie sul fronte della guerra commerciale ormai prezzate i principali mercati azionari galleggiano intorno a performances vicine alla parità con volumi non elevati .

Resta da capire se l'attuale fase di lateralità sia una fase di consolidamento ancora duratura o di anticipazione di una fase di storno .

Con la maggior parte degli indicatori tecnici e di sentiment in ipercomprato (Stocastico > 70, RSI 14gg > 70 ecc) qualche presa di beneficio imminente può essere fisiologica e anche salutare, all'interno però di un trend rialzista che, almeno per ora, si conferma solido, perché coerente con il superamento al rialzo delle medie mobili di lungo periodo (tutti i principali indici europei ed americani viaggiano da tempo al di sopra delle medie a 100gg e 200gg).

Inoltre il sentiment sul mercato azionario si associa ad un mercato dei CDS sui bond HY e degli spread di credito che si sono rasserenati già a partire dalla 2^a settimana di gennaio .

Un mercato azionario certamente guidato dalla liquidità delle banche centrali che permane anche per i prossimi mesi, e che favorisce operazioni straordinarie (buyback /fusioni/ acquisizioni) e ricerca di rendimento da dividendo in un contesto di tassi obbligazionari che resteranno compressi ancora per molti mesi).



STUDIO GAFFINO SIM

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



STOXX 600 CON MEDIE MOBILI (IN ALTO) E INDICATORE MACD (IN BASSO) . GENNAIO 2018 – MARZO 2019



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

www.gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

**CDS SUL CREDITO HY (LINEA GIALLA) E
INDICE STOXX 50 (LINEA BIANCA)
Periodo: SETTEMBRE 2018 - MARZO 2019**



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007

ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999

ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



STUDIO GAFFINO SIM

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

*AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007*

*ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)*

Disclaimer

IL CONTENUTO DELLE PAGINE PRECEDENTI È STATO PREDISPOSTO DALLO STUDIO GAFFINO SIM IN BASE ALLE INFORMAZIONI DISPONIBILI ALLA DATA DI REDAZIONE DEL PRESENTE DOCUMENTO

STUDIO GAFFINO SIM È UN INTERMEDIARIO AUTORIZZATO AI SENSI DI LEGGE, CON DELIBERA CONSOB 12635/2000.

CON QUESTO DOCUMENTO STUDIO GAFFINO PROPONE ALLA VALUTAZIONE DELL'UTENTE INFORMAZIONI DESUNTE DA FONTI RITENUTE AFFIDABILI NEL SISTEMA DEI MERCATI FINANZIARI, E OVE LO RITENGA OPPORTUNO, LA PROPRIA OPINIONE IN MERITO, CON EVENTUALI COMMENTI (NOTE, OSSERVAZIONI, VALUTAZIONI).

SI EVIDENZIA CHE LE INFORMAZIONI RIPORTATE, COMUNICATE IN BUONA FEDE E SULLA BASE DEI DATI DISPONIBILI ALLA DATA DI REDAZIONE DEL DOCUMENTO, POTREBBERO NON ESSERE ESATTE, COMPLETE O AGGIORNATE E SONO SUSCETTIBILI DI VARIAZIONI, ANCHE SENZA PREAVVISO, IN QUALUNQUE MOMENTO.

QUESTO DOCUMENTO NON PUÒ IN ALCUN MODO ESSERE CONSIDERATO COME OFFERTA DI VENDITA O DI SOTTOSCRIZIONE O DI SCAMBIO, O COME SOLLECITAZIONE ALL'ACQUISTO, ALLA SOTTOSCRIZIONE O ALLO SCAMBIO DI STRUMENTI FINANZIARI O IN GENERE ALL'INVESTIMENTO, NÉ COSTITUISCE CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI IN STRUMENTI FINANZIARI.

STUDIO GAFFINO, PERTANTO, NON È RESPONSABILE DEGLI EFFETTI DERIVANTI DALL'UTILIZZO DI QUESTO DOCUMENTO.

LE INFORMAZIONI RESE DISPONIBILI ATTRAVERSO IL PRESENTE DOCUMENTO NON DEVONO ESSERE INFATTI INTESE COME UNA RACCOMANDAZIONE O UN INVITO A COMPIERE UNA PARTICOLARE TRANSAZIONE O COME SUGGERIMENTO A PORRE IN ESSERE UNA DETERMINATA OPERAZIONE.

CIASCUN INVESTITORE DOVRÀ FORMARSI UN PROPRIO AUTONOMO CONVINCIMENTO BASATO ESCLUSIVAMENTE SULLE PROPRIE VALUTAZIONI IN MERITO ALL'OPPORTUNITÀ DI EFFETTUARE INVESTIMENTI. LA DECISIONE DI EFFETTUARE QUALUNQUE OPERAZIONE FINANZIARIA È A RISCHIO ESCLUSIVO DEI DESTINATARI DELLA PRESENTE INFORMATIVA.

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL 27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007

ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)